

## 附录一 中国上市公司2001年中报业绩分析

### 一、总体业绩概览

#### 1、净利润和净资产收益率

截止 2002 年 4 月 30 日，沪深两市上市公司 2001 年年报披露工作尘埃落定，共计 1173 家 A、B 股上市公司公布了年报<sup>1</sup>（总体业绩见表 1）。从表 1 来看，2001 年度上市公司盈利状况的主要特点是：

（1）盈利水平总体下降。主要盈利指标均较 2000 年度下降，盈利水平为我国证券市场建立以来最低。沪深两市全部上市公司的净利润总额为 727.6 亿元，比 2000 年减少 21.71%，总体平均净资产收益率仅为 5.52%，较 2000 年同比下降 30.31%，总体平均每股收益为 0.136 元/股，较 2000 年下降 26.65%。

（2）沪深两市盈利水平差距拉大，沪深两市上市公司年度业绩出现了有史以来最大的差距。从净利润总额来看，沪市 2001 年度实现净利润为 639.7 亿元，而深市仅有 87.9 亿元，不足沪市的七分之一。沪市上市公司 2001 年度总体平均净资产收益率和每股收益分别为 7.23% 和 0.176 元/股，而深市仅为 2.03% 和 0.051 元/股。两市盈利水平差距拉大的主要原因是沪市的快速扩容、沪市公司资产重组力度较大、深市存在较多巨亏公司，等等。

表 1：2001 年上市公司业绩概览

	公布家数	净利润 (亿元)	同比 (%)	扣除非经常性损益后的净利润 (亿元)	每股经营活动现金流 (元/股)	同比 (%)	每股收益 (元/股)	同比 (%)	扣除非经常性损益后每股收益 (元/股)	同比	净资产收益率	同比 (%)	每股净资产 (元/股)	同比 (%)
沪市	660	639.70	-4.64	617.82	0.510	0.33	0.176	-11.14	0.173	-10.38	7.23	-18.04	2.440	8.42
深市	513	87.90	-66.00	120.17	0.282	0.00	0.051	-67.78	0.070	-54.85	2.03	-67.60	2.516	-0.55
沪深合计	1173	727.60	-21.71	737.99	0.437	0.24	0.136	-26.65	0.139	-22.64	5.52	-30.31	2.464	5.26

注：包含沪深两市全部已经公布年报的 A、B 股上市公司。

资料来源：根据上海证券交易所信息中心统计数据整理。

#### 2、分类别的盈利情况

我们对 2001 年上市公司年度业绩按不同的分类方法进行分析，发现了以下几个特点：

（1）2001 年上市公司盈利水平分化较为明显。2001 年 1 月 1 日后上市的公司平均净资产

<sup>1</sup>如非特别说明，本报告中所有统计数据均只包括沪深两市的 A 股上市公司。

产收益率和每股收益分别为 9.86% 和 0.23 元 / 股，而 2000 年 12 月 31 日前上市的公司平均净资产收益率和每股收益仅为 4.4% 和 0.11 元 / 股，两项指标前者分别高出后者 124% 和 109%，新上市公司的收益水平明显高于较早前上市的公司。

(2) 资产规模较大的公司收益水平明显高于其他公司。2001 年度报告显示，总资产规模排名前 100 位的上市公司，平均净资产收益率和每股收益分别为 7.96% 和 0.19 元 / 股，而其他公司平均水平为 3.72% 和 0.1 元 / 股，分别高出 114% 和 90%。

(3) 2001 年上市公司盈利水平两极分化。净利润金额居前的 100 家公司占有所有上市公司净利润总额的比重高达 79.6%，平均净资产收益率和每股收益达到了 11.29% 和 0.29 元 / 股，而除这 100 家公司以外的其他 1051 家上市公司净利润总额仅仅占到所有上市公司净利润总额的 20.4%，平均净资产收益率和每股收益分别仅为 1.87% 和 0.05 元 / 股，其中有 146 家公司亏损。这表明，我国上市公司盈利状况出现了明显的两极分化现象。

表 2：分类别的 A 股上市公司盈利水平对比

类别	家数	净利润 (万元)	净资产 (万元)	总股本 (万元)	净资产收益率 (%)	每股收益 (元 / 股)
2000 年 12 月 31 日前上市	1057	4477134.66	101691284.05	39486952.66	4.40	0.11
2001 年 1 月 1 日后上市	94	2725441.22	27653694.34	11832617.18	9.86	0.23
合计	1151	7202575.88	129344978.39	51319569.85	5.57	0.14
总资产规模前 100 名	100	4483418.79	56328462.13	23008316.90	7.96	0.19
其他	1051	2719157.09	73016516.26	28311252.95	3.72	0.10
合计	1151	7202575.88	129344978.39	51319569.85	5.57	0.14
净利润前 100 名	100	5735994.55	50808516.41	19873609.01	11.29	0.29
其他	1051	1466581.32	78536461.98	31445960.83	1.87	0.05
合计	1151	7202575.88	129344978.39	51319569.85	5.57	0.14

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

### 3、各行业业绩对比

表 3 列出了 2001 年各行业上市公司业绩的对比情况<sup>2</sup>。已经公布了年报的上市公司中，传统行业和垄断性行业的收益水平处于前列。净资产收益率和每股收益最高三个行业依次为金融和保险业、采掘业、电力、煤气及水的生产和供应业，采掘业为传统行业，而另两者均带有一定的行业垄断性。

表 3：2001 年各行业 A 股上市公司业绩对比

行业	公司家数	净资产收益率 (%)	每股收益 (元 / 股)	净利润 (万元)	净资产 (万元)	总股本 (万元)
----	------	------------	--------------	----------	----------	----------

<sup>2</sup>值得说明的是，我国上市公司行业业绩具有较强的行业代表性，参见表 24。

I 金融、保险业	8	14.25	0.43	355322	2493910	835287
B 采掘业	15	11.54	0.38	359320	3113903	945334
D 电力、煤气及水的生产和供应业	44	11.39	0.37	1060042	9304595	2830842
C6 金属、非金属	104	7.81	0.19	1266772	16228307	6575278
F 交通运输、仓储业	49	7.78	0.22	702455	9027641	3129336
K 社会服务业	39	7.68	0.20	257600	3354119	1314975
C2 木材、家具	2	7.46	0.29	8106	108601	27779
A 农、林、牧、渔业	29	6.67	0.18	120370	1804593	659330
C0 食品、饮料	56	6.07	0.20	322529	5313521	1631451
C4 石油、化学、塑胶、塑料	131	5.97	0.11	1580486	26493711	13997803
C1 纺织、服装、皮毛	58	5.50	0.16	240507	4369025	1467066
C8 医药、生物制品	63	5.18	0.15	248486	4799022	1604930
G 信息技术业	67	5.17	0.17	349054	6752967	2020559
E 建筑业	18	4.83	0.15	98089	2032603	664671
J 房地产业	35	3.39	0.09	114317	3372388	1277606
C3 造纸、印刷	24	2.98	0.09	49390	1654707	558188
M 综合类	83	2.88	0.06	147239	5118865	2423052
L 传播与文化产业	11	2.22	0.07	17650	793286	241342
H 批发和零售贸易	97	0.79	0.02	40354	5089624	2106520
C7 机械、设备、仪表	177	-0.52	-0.01	-74751	14428844	5708011
C5 电子	24	-1.18	-0.03	-31048	2631417	924209
C99 其他制造业	17	-2.80	-0.08	-29713	1059330	376002
全部	1151	5.57	0.14	7202576	129344978	51319570

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

## 二、上市公司盈利的持续性

上市公司盈利的稳定性应体现为在较长的一段时间里，公司盈利水平始终保持稳定或增长。按照这一标准，我们对沪深两市 1997 年 12 月 31 日前上市的上市公司净资产收益率进行了统计，其中 1998—2000 年期间连续三年净资产收益率增长或持平且 1997 年净资产收益率高于 7% 的上市公司仅有 12 家，1996—2000 年期间连续四年净资产收益率增长或持平且 1996 年净资产收益率高于 7% 的上市公司仅有 2 家。这表明，我国上市公司中，能够在上市后保持盈利水平稳定增长的很少。

表 4：1997—2000 年连续三年净资产收益率增长或持平且 1997 年净资产收益率高于 7% 的上市公司

证券代码	证券名称	2000 年净资产收益率 (%)	1999 年净资产收益率 (%)	1998 年净资产收益率 (%)	1997 年净资产收益率 (%)	上市日期	1998 年净资产收益率 (%) 变动率	1999 年净资产收益率 (%) 变动率	2000 年净资产收益率 (%) 变动率
600651	飞乐音响	32.44	10.96	10.18	10.02	1990-12-19	1.61	7.67	195.90

600626	申达股份	13.84	13.10	11.50	10.02	1993-1-7	14.75	13.94	5.66
600636	三爱富	16.56	10.60	10.30	10.04	1993-3-16	2.66	2.86	56.27
600641	中远发展	27.91	27.59	24.19	23.78	1993-4-7	1.72	14.06	1.18
600677	航天中汇	17.50	14.15	9.59	7.76	1993-9-28	23.63	47.55	23.68
000539	粤电力A	20.49	19.86	18.44	16.82	1993-11-26	9.67	7.67	3.18
600849	上海医药	23.28	15.04	13.17	10.04	1994-3-24	31.09	14.23	54.76
000035	中科健A	21.37	19.20	11.29	10.19	1994-4-8	10.89	69.96	11.31
600880	博瑞传播	13.08	12.13	10.51	10.42	1995-11-15	0.88	15.41	7.87
600705	北亚集团	12.54	11.61	11.16	10.03	1996-5-16	11.28	4.00	8.04
600717	天津港	12.93	10.36	10.20	9.84	1996-6-14	3.66	1.64	24.74
000403	三九生化	21.59	17.74	10.42	10.08	1996-6-28	3.41	70.15	21.75

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

表 5：1996-2000 连续四年净资产收益率增长或持平且 1996 年净资产收益率高于 7% 的上市公司

证券名称	2000 年净资产收益率 (%)	1999 年净资产收益率 (%)	1998 年净资产收益率 (%)	1997 年净资产收益率 (%)	1996 年净资产收益率 (%)	上市日期	1997 年净资产收益率 (%) 变动率	1998 年净资产收益率 (%) 变动率	1999 年净资产收益率 (%) 变动率	2000 年净资产收益率 (%) 变动率
飞乐音响	32.44	10.96	10.18	10.02	7.17	1990-12-19	39.84	1.61	7.67	195.90
上海医药	23.28	15.04	13.17	10.04	8.04	1994-3-24	24.89	31.09	14.23	54.76

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

为了从总体上考察我国上市公司盈利水平的稳定性，我们对 1997—2001 年期间我国上市公司业绩表现进行了分析。根据净资产收益率，我们将上市公司业绩表现划分为五类：绩优（净资产收益率高于 20%）；较好（净资产收益率居于 10%—20%之间）；一般（净资产收益率居于 7%—10%之间）；较差（净资产收益率居于 0—7%之间）；亏损（净资产收益率为负）。

根据上述分类方法，我们整理得到了 1996—2001 年期间历年上市公司业绩表现分布表（表 6）和业绩表现转移概率表（表 7）。由表 6 和表 7 可以看出我国上市公司盈利稳定性有以下特点：

### 1、我国上市公司盈利状况在 1996—2001 年期间不断下降

从绩优公司的比重来看，1996 年绩优公司家数占全部上市公司数的比重为 7.06%，到 2000 年该比重下降为 5.01%，2001 年该比重更下降为 2.52%。从亏损公司的比重来看，1996 年亏损公司家数占全部上市公司数的比重为 6.08%，到 2000 年该比重上升到 7.66%，2001 年进一步上升为 11.99%。如果我们以净资产收益率在 10% 以上的公司为业绩优良公司，而以净资产收益率在 7% 以下的上市公司为绩差公司，前者所占的比重从 1996—2001 年依次为 64.51%、74.02%、62.78%、46.42%、32.35%、21.11%，后者所占的比重从 1996—

2001年依次为28.43%、20.95%、28.71%、34.68%、41.91%、58.3%。从中我们可以发现，1998年是一个重要的分界点，在这一年里，业绩优良公司家数占全部上市公司家数的比重由1997年的最高峰74.02%下降到62.78%，之后便持续下降，到2001年，全部上市公司中已经只有21.11%的公司可以被称为业绩优良。同样是在1998年，绩差公司的家数占全部上市公司家数的比重也由1997年20.95%的最低点上升到28.71%，之后便持续上升，到2001年，全部上市公司中已经有58.3%的公司可以被归入到绩差之列。

**表 6：1996-2001 年我国上市公司业绩表现分布**

	1996年		1997年		1998年		1999年		2000年		2001年	
	公司家数	比重 (%)	公司家数	比重 (%)	公司家数	比重 (%)	公司家数	比重 (%)	公司家数	比重 (%)	公司家数	比重 (%)
绩优：ROE $\geq$ 20%	36	7.06	57	7.96	52	6.33	56	6.09	53	5.01	29	2.52
较好：20% $>$ ROE $\geq$ 10%	293	57.45	473	66.06	464	56.45	371	40.33	289	27.34	214	18.59
一般：10% $>$ ROE $\geq$ 7%	36	7.06	36	5.03	70	8.52	174	18.91	272	25.73	237	20.59
较差：7% $>$ ROE $\geq$ 0	114	22.35	112	15.64	157	19.10	249	27.07	362	34.25	533	46.31
亏损：0 $>$ ROE	31	6.08	38	5.31	79	9.61	70	7.61	81	7.66	138	11.99
合计	510	100	716	100	822	100	920	100	1057	100	1151	100

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

## 2、我国上市公司业绩的稳定性较差

对我国上市公司经营业绩转移概率的分析可以发现，业绩优良公司持续保持优良业绩的能力很差。1997年绩优的上市公司，到1998年能够继续保持绩优的仅有31.58%，有57.89%的公司业绩下降为较好，而有多达10.53%的公司业绩急剧下滑为一般和较差。1998年绩优的上市公司，到1999年能够继续保持绩优的也只有38%，有46%的公司业绩下降为较好，而有14%的公司业绩下滑为一般和较差，还有2%的公司竟然变脸为亏损公司。1999年绩优的上市公司，到2000年能够继续保持绩优的仅有21.15%，有38.46%的公司业绩下滑为较好，多达32.69%的公司业绩变为一般和较差，还有7.69%的公司变脸为亏损公司。2000年绩优的上市公司，到2001年能够继续保持绩优的仅有15.19%，有39.24%的公司业绩下滑为较好，多达39.24%的公司业绩变为一般和较差，还有6.33%的公司变脸为亏损公司。

业绩较好上市公司的业绩稳定性要好一些。1997年业绩较好的上市公司中有超过75%的公司到1998年仍然保持业绩较好或提高为绩优，1998年业绩较好公司中也有52.61%的公司在1999年保持了较好业绩，1999—2000年这一比例为49.8%，2000—2001年该比例39.88%。

从更大的时间跨度来看，1997年绩优的上市公司中只有7.02%在2000年继续为绩优，有35.09%的公司业绩下滑为较好，多达54.38%的公司业绩下滑成为一般和较差，有3.51%的公司变为亏损。1997年绩优的上市公司中没有一家能够在2001年继续保持20%以上的

净资产收益率，有 22.81% 的公司业绩下滑为较好，而多达 61.4% 的公司业绩降至一般和较差，有 15.79% 的公司沦落为亏损。

我们可以总结出上市公司业绩变化规律是：绩优上市公司中能够在下一年保持绩优的比例较低，最高的年份也只有 38%，1999—2000 年期间只有五分之一的比例，2000—2001 年期间则只有 15.19%。1997 年绩优的上市公司中到 2000 年还保持绩优的不到十分之一，而且没有一家 1997 年的绩优公司能够在 2001 年保持绩优。这表明，我国上市公司经营业绩的持续性极差。

表 7：上市公司 1997—2001 年盈利状况转移概率表

时间跨度	业绩状况	绩优	较好	一般	较差	亏损	合计
1997-1998	绩优：ROE $\geq$ 20%	18	33	4	2	0	57
	比重	31.58	57.89	7.02	3.51	0.00	100
	较好：20% $>$ ROE $\geq$ 10%	23	334	40	61	15	473
	比重	4.86	70.61	8.46	12.90	3.17	100
	一般：10% $>$ ROE $\geq$ 7%	0	6	6	21	3	36
	比重	0.00	16.67	16.67	58.33	8.33	100
	较差：7% $>$ ROE $\geq$ 0	3	8	3	54	44	112
	比重	2.68	7.14	2.68	48.21	39.29	100
	亏损：0 $>$ ROE	6	3	2	10	17	38
	比重	15.79	7.89	5.26	26.32	44.74	100
	合计	50	384	55	148	79	716
1998-1999	绩优：ROE $\geq$ 20%	19	23	4	3	1	50
	比重	38.00	46.00	8.00	6.00	2.00	100
	较好：20% $>$ ROE $\geq$ 10%	17	185	96	76	10	384
	比重	4.43	48.18	25.00	19.79	2.60	100
	一般：10% $>$ ROE $\geq$ 7%	1	19	12	21	2	55
	比重	1.82	34.55	21.82	38.18	3.64	100
	较差：7% $>$ ROE $\geq$ 0	1	17	8	90	32	148
	比重	0.68	11.49	5.41	60.81	21.62	100
	亏损：0 $>$ ROE	14	5	8	31	21	79
	比重	17.72	6.33	10.13	39.24	26.58	100
	合计	52	249	128	221	66	716
1999-2000	绩优：ROE $\geq$ 20%	11	20	9	8	4	52
	比重	21.15	38.46	17.31	15.38	7.69	100
	较好：20% $>$ ROE $\geq$ 10%	15	109	69	50	6	249
	比重	6.02	43.78	27.71	20.08	2.41	100
	一般：10% $>$ ROE $\geq$ 7%	5	40	44	37	2	128
	比重	3.91	31.25	34.38	28.91	1.56	100
	较差：7% $>$ ROE $\geq$ 0	2	21	33	132	33	221
	比重	0.90	9.50	14.93	59.73	14.93	100
	亏损：0 $>$ ROE	8	2	4	24	28	66
	比重	12.12	3.03	6.06	36.36	42.42	100
	合计	41	192	159	251	73	716
2000-2001	绩优：ROE $\geq$ 20%	12	31	16	15	5	79
	比重	15.19	39.24	20.25	18.99	6.33	100
	较好：20% $>$ ROE $\geq$ 10%	5	123	67	113	13	321
	比重	1.56	38.32	20.87	35.20	4.05	100
	一般：10% $>$ ROE $\geq$ 7%	0	35	97	134	14	280
	比重	0.00	12.50	34.64	47.86	5.00	100

	较差: $7\% > ROE \geq 0$	3	15	43	239	75	375
	比重	0.80	4.00	11.47	63.73	20.00	100
	亏损: $0 > ROE$	3	7	10	30	31	81
	比重	3.70	8.64	12.35	37.04	38.27	100
	合计	23	211	233	531	138	1136
1997-2000	绩优: $ROE \geq 20\%$	4	20	14	17	2	57
	比重	7.02	35.09	24.56	29.82	3.51	100
	较好: $20\% > ROE \geq 10\%$	20	138	124	151	40	473
	比重	4.23	29.18	26.22	31.92	8.46	100
	一般: $10\% > ROE \geq 7\%$	3	5	6	18	4	36
	比重	8.33	13.89	16.67	50.00	11.11	100
	较差: $7\% > ROE \geq 0$	8	20	10	54	20	112
	比重	7.14	17.86	8.93	48.21	17.86	100
	亏损: $0 > ROE$	6	9	5	11	7	38
	比重	15.79	23.68	13.16	28.95	18.42	100
	合计	41	192	159	251	73	716
1997-2001	绩优: $ROE \geq 20\%$	0	13	9	26	9	57
	比重	0.00	22.81	15.79	45.61	15.79	100
	较好: $20\% > ROE \geq 10\%$	8	77	103	213	71	472
	比重	1.69	16.31	21.82	45.13	15.04	100
	一般: $10\% > ROE \geq 7\%$	2	4	5	17	8	36
	比重	5.56	11.11	13.89	47.22	22.22	100
	较差: $7\% > ROE \geq 0$	4	17	12	55	25	113
	比重	3.54	15.04	10.62	48.67	22.12	100
	亏损: $0 > ROE$	5	6	8	17	2	38
	比重	13.16	15.79	21.05	44.74	5.26	100
	合计	19	117	137	328	115	716

资料来源: 根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

### 三、上市公司盈利构成分析

#### 1、主营业务利润与营业利润

利润总额主要由营业利润、投资收益、营业外收支净额和补贴收入构成。营业利润是其中最重要的组成部分, 它是一家公司未来稳定盈利的根本所在, 是代表公司盈利持续性 (Earnings Persistence) 的基本因素。利润的不同组成部分具有不同的持续性特征, 有学者将它们划分为具有永久持续能力的盈利、暂时性的盈利和持续性为零的盈利三大类。其中营业利润是企业盈利的核心, 具有长期的持续性, 是利润构成中最稳定的部分。营业利润在利润总额中占的比例越大, 说明利润来源基础稳定、可靠, 反之, 则证明利润来源存在不稳定性。

从 2001 年的年报数据来看, 沪深两市上市公司 2001 年盈利结构良好, 营业利润、投资收益、补贴收入和营业外收支净额这四大组成部分分别占到利润总额的 94.28%、14.85%、4.16% 和 -9.37%, 营业利润占了利润总额的绝大多数。这表明我国上市公司利润主要来自

于经营性业务，主营业务仍然是大多数上市公司获得利润的最主要手段。

**表 8：2001 年利润的主要来源**

	利润总额	营业利润	投资收益	补贴收入	营业外收支净额
金额（万元）	10437150.23	9839709.00	1549506.00	434382.07	-977696.72
比重（%）	100	94.28	14.85	4.16	-9.37

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

表 9 列出了 1994—2001 年 8 年期间我国 A 股上市公司的利润构成比率。除了 1994 年存在会计制度方面的差异从而数据不具有可比性外，我国 A 股上市公司营业利润占利润总额的比重基本处于 75%—85% 之间。1998 年后该比重呈现出显著的提高趋势，2001 年度该比重高达 94.28%。同时，上市公司主营业务毛利率（主营业务利润占主营业务收入的比重）也较为稳定，1998—2001 年期间基本保持在接近 20% 左右的水平。这些分析表明我国上市公司现有业绩的质量有了较大的提高，业绩的可持续性得到了改善。

**表 9：历年上市公司收益构成指标**

年份	营业利润 / 利润总额 (%)	主营利润 / 主营收入 (%)	营业利润 / 利润总额 (%)	利润总额 / 利润总额 (%)	主营利润 (利润总额 - 营业利润) / 利润总额 (%)	主营业务收入 / 总收入 (%)
1994 年	30.87	11.85	40.75	132.01	75.75	69.13
1995 年	83.35	8.90	108.14	129.75	77.07	16.65
1996 年	76.98	7.25	110.18	143.13	69.87	23.02
1997 年	80.59	8.35	108.84	135.06	74.04	19.41
1998 年	76.78	19.57	38.96	50.74	197.07	23.22
1999 年	77.84	19.85	39.42	50.64	197.47	22.16
2000 年	83.14	19.70	39.47	47.47	210.66	16.86
2001 年	94.28	18.94	33.58	35.61	280.78	5.72

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

表 10 表明，各行业上市公司的盈利构成存在较大的差异，具有以下几个特点：

(1) 传统行业的盈利构成较好。总体平均营业利润占利润总额在 90%—100% 之间的行业有 4 个，分别是金属与非金属制造业、食品和饮料制造业、交通运输和仓储业、纺织、服装和皮毛制造业，整个制造业的平均比例为 97.38%，但食品和饮料制造业、交通运输和仓储业非经常性损益占净利润的比重偏高。总体平均营业利润占利润总额在 100% 以上的行业有 6 个，分别是电子制造业、批发和零售贸易业、综合类企业、石油、化学、塑胶和塑料制造业、采掘业、电力、煤气及水的生产和供应业，其中电子制造业和综合类上市公司的非经常性损益占净利润比重偏高，表明这两个行业的盈利稳定性并不好。批发和零售贸易行业上市公司存在巨额非经常性亏损，也不属于盈利稳定行业。因此，盈利稳定性较高的行业有金属与非金属制造业、纺织、服装和皮毛制造业、石油、化学、塑胶和塑料制造业、采掘业、电力、煤气及水的生产和供应业等 5 个行业，它们都属于传统行业。

(2) 新兴产业和夕阳行业盈利构成较差。营业利润占利润总额比重最低的 6 个行业为社会服务业、机械、设备和仪表制造业、造纸和印刷业、信息技术业、其他制造业和传播与文化产业<sup>3</sup>，分别为 72.47%、70.88%、58.37%、50.67%、32.36%、22.71%。其中尤其是机械、设备和仪表制造业，非经常性损益占净利润的比重高达 244.75%，表明其非经常性损益是其利润的主要来源，盈利稳定性极差（该行业 2001 年整体亏损）。信息技术产业虽然是新兴产业，但营业利润占利润总额的比重居于倒数第三位，而且非经常性损益占净利润的比重较高，表明新兴行业的盈利状况不能令人满意（信息技术产业 2001 年度整体净资产利润率为 5.17%，低于市场平均水平）。

表 10：2001 年各行业利润构成指标

行业	公司 家数	营业利润 / 利润总 额 (%)	主营业务利 润 / 主营业 务收入 (%)	(利润总 额 - 营业利润) / 利润总 额 (%)	非经常性损益 / 净利润 (%)	扣除非经常性 损益后的净利 润 / 净利润 (%)
A 农、林、牧、渔业	29	77.00	20.05	23.00	38.35	61.65
B 采掘业	15	106.12	39.04	-6.12	6.94	93.06
C 制造业	656	97.38	18.28	2.62	-6.20	106.20
C0 食品、饮料	56	94.45	27.11	5.55	24.03	75.97
C1 纺织、服装、皮毛	58	90.16	18.56	9.84	13.79	86.21
C2 木材、家具	2	84.85	30.14	15.15	26.55	73.45
C3 造纸、印刷	24	58.37	21.96	41.63	-0.62	100.62
C4 石油、化学、塑胶、塑料	131	108.14	16.22	-8.14	-8.08	108.08
C5 电子	24	184.67	14.23	-84.67	12.98	87.02
C6 金属、非金属	104	98.12	16.20	1.88	0.60	99.40
C7 机械、设备、仪表	177	70.88	19.15	29.12	244.75	-144.75
C8 医药、生物制品	63	81.38	33.25	18.62	-0.86	100.86
C99 其他制造业	17	32.36	23.09	67.64	85.20	14.80
D 电力、煤气及水的生产和供应业	45	106.36	34.07	-6.36	2.16	97.84
E 建筑业	18	72.74	11.44	27.26	-7.63	107.63
F 交通运输、仓储业	49	94.09	33.81	5.91	11.91	88.09
G 信息技术业	67	50.67	18.96	49.33	11.68	88.32
H 批发和零售贸易	98	184.45	11.36	-84.45	-342.38	442.38
I 金融、保险业	8	78.91	0.91	21.09	41.74	58.26
J 房地产业	35	80.95	26.95	19.05	29.82	70.18
K 社会服务业	39	72.47	34.76	27.53	9.41	90.59
L 传播与文化产业	11	22.71	38.38	77.29	-7.53	107.53
M 综合类	83	111.48	20.39	-11.48	21.81	78.19
全部上市公司	1153	94.29	18.94	5.71	1.23	98.77

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

## 2、投资收益

<sup>3</sup>由于我国政策的限制，上市公司要进入传播与文化产业困难重重，因此传播与文化产业其营业利润所占的比重会比较低。

2001 年年报统计数据显示，2001 年上市公司投资收益体现出以下几个特点：

(1) 总体水平偏高，但增长势头放缓

总体来看，2001 年度我国上市公司的投资收益占利润总额的比重偏高，但增长速度明显放缓。1997 年以来，上市公司投资收益占利润总额的比重基本上保持在 13%—15% 之间，这是一个偏高的水平。1999 年后上市公司投资收益增长速度明显加快，1998—2000 年三年间，上市公司投资收益总金额分别以 0.65%、20.61% 和 44.46% 的速度增长，尤其是 2000 年增速极快。2001 年投资收益占利润总额的比例也较 1999 年明显增长，达到 14.79% 的高位。其中相当部分来自于上市公司在证券市场上的投资（包括直接的证券投资和委托理财）。但 2001 年下半年股票市场行情的急剧变化给不少上市公司的证券投资造成了损失（或者丧失了预期收益）。反映在 2001 年度报告中就是上市公司投资收益增长速度明显放缓，2001 年投资收益总金额较 2000 年同比增长仅为 6.48%，投资收益占利润总额的比重为 14.85%，较 2000 年仅上升 0.41%。

**表 11：历年上市公司投资收益占利润的比重**

年份	投资收益总额 (%)	同比增长率 (%)	投资收益 / 利润总额 (%)	同比增长率 (%)	投资收益 / 净利润 (%)	同比增长率 (%)	投资收益 / 营业利润 (%)	同比增长率 (%)
1994 年	428033.06		16.87		20.46		54.64	
1995 年	352469.76	-17.65	14.39	-14.66	17.79	-13.07	17.27	-68.40
1996 年	582459.71	65.25	17.95	24.72	22.19	24.76	23.32	35.04
1997 年	829885.27	42.48	15.00	-16.47	18.53	-16.51	18.61	-20.21
1998 年	835241.23	0.65	13.88	-7.45	18.19	-1.79	18.08	-2.85
1999 年	1007357.06	20.61	12.89	-7.10	16.63	-8.62	16.56	-8.36
2000 年	1455238.19	44.46	14.79	14.67	19.37	16.53	17.78	7.36
2001 年	1549506.005	6.48	14.85	0.41	21.51	11.05	15.75	-11.45

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

(2) 部分上市公司严重依赖投资收益

就部分上市公司而言，盈利对投资收益的依赖性要远远高于平均水平。从表 12 和表 13 中，我们可以看到投资收益总额排名前 20 名的上市公司和投资收益占利润总额比重排名前 20 名的上市公司的盈利对投资收益的依赖程度极其严重。

表 12 列出了 2001 年投资收益金额排名前 20 名的上市公司，除招商银行、浦发银行和民生银行这三家上市商业银行外，投资收益金额最高的是申能股份，其投资收益高达 5.63 亿元，占利润总额的 55.66%，占营业利润的 125.18%。这 20 家公司合计，投资收益高达 84.06 亿元，是利润总额的 27.4%，是营业利润总额 29.04%。如果将其中的三家商业银行和中国石化剔除，剩下 16 家上市公司投资收益占利润总额和营业利润的比重竟高达 91.95% 和 608.23%。

表 12: 投资收益金额排名前 20 名的上市公司

证券代码	证券名称	投资收益(万元)	利润总额(万元)	营业利润(万元)	投资收益 / 利润总额 (%)	投资收益 / 营业利润 (%)
600036	招商银行	182513	211012	208503	86.49	87.54
600000	浦发银行	109244	144071	144709	75.83	75.49
600016	民生银行	72916	90035	88078	80.99	82.79
600642	申能股份	56317	101177	44988	55.66	125.18
600028	中国石化	54600	2165100	2384400	2.52	2.29
600104	上海汽车	48943	85530	35942	57.22	136.17
000001	深发展 A	44249	55896	56175	79.16	78.77
600637	广电信息	33603	21048	-13304	159.65	-252.59
000088	盐田港 A	32459	45374	12973	71.54	250.20
600775	南京熊猫	27757	17902	-13671	155.05	-203.03
000066	长城电脑	26682	7076	-21131	377.07	-126.27
600345	长江通信	20967	19786	-1233	105.97	-1700.59
000002	万科 A	19831	50185	29657	39.51	66.87
000069	华侨城 A	19756	18564	-1092	106.42	-1809.65
600609	金杯汽车	17772	-81113	-98810	-21.91	-17.99
600653	申华控股	17222	23673	4074	72.75	422.79
000839	中信国安	14847	25966	10721	57.18	138.49
000009	深宝安 A	13696	6962	-9419	196.74	-145.42
600643	爱建股份	13687	14457	870	94.67	1572.59
600649	原水股份	13575	45747	32536	29.67	41.72
	<b>合计</b>	<b>840635</b>	<b>3068448</b>	<b>2894967</b>	<b>27.40</b>	<b>29.04</b>

资料来源: 根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

表 13 列出了投资收益占营业利润比重最高的 20 家上市公司, 其中排名前三位的是 PT 琼华侨、西北化工和 ST 猴王, 其投资收益占其利润总额的比重分别高达 2347.86%、2272.17% 和 995.61%。20 家公司合计, 投资收益为 7.76 亿元, 为其利润总额的 4.43 倍。由此可见这些公司的盈利显然是非常不稳定的。

表 13: 投资收益占利润总额比重排名前 20 名的上市公司

证券代码	证券名称	投资收益 / 利润总额 (%)	利润总额(万元)	营业利润(万元)	投资收益(万元)
600759	PT 琼华侨	2347.86	53	-1334	1254
000791	西北化工	2272.17	16	-425	360
000535	ST 猴王	995.61	527	-4306	5252
000003	PT 金田 A	859.13	1152	-7379	9898
000582	北海新力	788.56	117	-336	921
600691	东新电碳	696.91	215	-1260	1497
000047	ST 中侨	622.93	1095	-2903	6824
600610	ST 中纺机	546.68	862	-4171	4710
000980	金马股份	530.62	599	-3866	3178
000066	长城电脑	377.07	7076	-21131	26682
000716	广西斯壮	346.62	458	-1108	1587
600109	ST 成百	317.37	131	-1695	415
000917	电广传媒	307.71	1887	-3657	5808

600618	氯碱化工	303.47	2645	-4768	8027
000150	ST 麦科特	279.89	266	-372	745
600821	津劝业	271.74	369	-798	1003
600790	轻纺城	247.81	-2938	4010	-7281
000546	PT 吉轻工	228.85	2259	-2838	5169
600617	联华合纤	224.53	27	-153	61
600784	鲁银投资	217.20	685	-849	1488
	合计	443.37	17501	-59338	77596

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

### (3) 投资收益比重行业分布不同

2001 年上市公司年报显示，不同行业上市公司对投资收益的依赖程度差异极大。除金融保险业外，盈利对投资收益依赖程度最高的是批发和零售贸易、综合类、机械、设备和仪表制造业。这三个行业上市公司投资收益占利润总额的比重分别高达 108.33%、74.56% 和 40.3%，占营业利润的比重分别为 58.73%、66.88% 和 56.86%。

盈利对投资收益依赖程度最低 5 个行业是石油、化学、塑胶和塑料制造业、金属和非金属制造业、采掘业、造纸和印刷业、电子制造业，这 5 个行业上市公司投资收益占利润总额的比重分别为 3.56%、3.1%、1.13%、-3% 和 -124.2%，其中电子制造业出现了巨额的投资亏损。

表 14：不同行业上市公司对投资收益的依赖程度

行业	公司家数	投资收益 / 利润总额 (%)	投资收益 / 营业利润 (%)	非经常性损益 / 净利润 (%)	扣除非经常性损益后的净利润 / 净利润 (%)
A 农、林、牧、渔业	29	15.01	19.49	38.35	61.65
B 采掘业	15	1.13	1.06	6.94	93.06
C 制造业	656	6.91	7.10	-6.20	106.20
C0 食品、饮料	56	5.90	6.24	24.03	75.97
C1 纺织、服装、皮毛	58	21.08	23.39	13.79	86.21
C2 木材、家具	2	7.04	8.30	26.55	73.45
C3 造纸、印刷	24	-3.00	-5.15	-0.62	100.62
C4 石油、化学、塑胶、塑料	131	3.56	3.30	-8.08	108.08
C5 电子	24	-124.20	-67.26	12.98	87.02
C6 金属、非金属	104	3.10	3.16	0.60	99.40
C7 机械、设备、仪表	177	40.30	56.86	244.75	-144.75
C8 医药、生物制品	63	4.88	6.00	-0.86	100.86
C99 其他制造业	17	27.48	84.91	85.20	14.80
D 电力、煤气及水的生产和供应业	45	7.58	7.13	2.16	97.84
E 建筑业	18	19.26	26.48	-7.63	107.63
F 交通运输、仓储业	49	10.93	11.61	11.91	88.09
G 信息技术业	67	37.74	74.48	11.68	88.32
H 批发和零售贸易	98	108.33	58.73	-342.38	442.38

I 金融、保险业	8	69.62	88.23	41.74	58.26
J 房地产业	35	14.73	18.20	29.82	70.18
K 社会服务业	39	23.27	32.10	9.41	90.59
L 传播与文化产业	11	10.59	46.66	-7.53	107.53
M 综合类	83	74.56	66.88	21.81	78.19
全部上市公司	1153	14.85	15.75	1.23	98.77

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

#### (4) 委托理财收益下降

在股市大幅度调整的环境下，上市公司委托理财的结果如何成为市场关注的一个热点。与市场的普遍预期不同的是，上市公司委托理财大面积亏损的情况并没有发生，不少公司收回了委托资金。但在股市低迷的影响下，2001 年上市公司来自委托理财的收益较 2000 年明显减少。2001 年年报显示，大约只有一半的上市公司委托理财实现了一定的盈利，但远没有达到众多公司期望的 8—10% 的保底收益，多数公司的收益率为 5% 左右，2000 年许多上市公司靠委托理财为生的现象消失了。由于一些公司委托理财资金被迫延期，委托理财中存在着潜在的亏损没有在年报中披露出来。

### 3、补贴收入与营业外收入

补贴收入是上市公司依据有关的政策和规定，从有关部门获得的返回性收入，直接计入企业的利润之中，也是公司的营业业务外的利得。这部分收入偶然性较强，每项收入往往是彼此独立的，但是它们对公司利润有着影响，在利润表上也作为企业取得最终财务成果的一个组成部分列示。

表 15 和表 16 分别提供了我国上市公司补贴收入和营业外收入的历年情况。表 15 显示，1999 年前，上市公司获得的补贴收入一直快速增长，其中 1999 年上市公司补贴收入合计较 1998 年增长幅度高达 54.52%。但 1999 年后该项收入开始下降，2000 年减少了 27.84%，2001 年又减少了 2.43%，2001 年补贴收入和 2000 年相比表现出相对稳定的特点。2000 年上市公司获得的补贴收入总额为 43.44 亿元，占利润总额的比重为 4.16%，比 2000 年提高了 13.24%，占净利润的 6.03%，比 2000 年提高了 25.24%。这表明，尽管政府对企业的直接补贴日益减少，上市公司补贴收入逐渐减少，但由于上市公司总体利润水平的下降，补贴收入占上市公司利润水平的比重反而有所上升。这也从一个角度证实了上市公司盈利能力整体下降的事实。

**表 15：历年上市公司补贴收入情况**

年份	补贴收入总额 (万元)	同比增长率 (%)	补贴收入/利润总额 (%)	同比增长率 (%)	补贴收入/净利润 (%)	同比增长率 (%)	补贴收入/营业利润 (%)	同比增长率 (%)
----	-------------	-----------	---------------	-----------	--------------	-----------	---------------	-----------

1994年	69422.04		0.62		0.75		2.00	
1995年	98031.86	41.21	1.56	153.27	1.93	157.99	1.87	-6.20
1996年	227097.62	131.66	1.53	-1.62	1.90	-1.59	1.99	6.52
1997年	361203.87	59.05	1.55	0.77	1.91	0.72	1.92	-3.75
1998年	399293.79	10.55	6.93	348.30	9.09	375.71	9.03	370.56
1999年	617007.89	54.52	6.18	-10.90	7.96	-12.37	7.94	-12.12
2000年	445223.18	-27.84	3.68	-40.51	4.82	-39.54	4.42	-44.30
2001年	434382.07	-2.43	4.16	13.24	6.03	25.24	4.41	-0.13

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

上市公司营业外收入变化情况体现出与补贴收入一致的特征。2001 年上市公司营业外收入总额约为 52.09 亿元，比 2000 年增长 2.98%，占利润总额的比重为 4.99%，同比减少 2.89%，占净利润的比重为 7.23%，同比增长 7.4%。总体来看，营业外收入的水平是合理的。

2001 年营业外收支净额占利润总额的比重为 -9.37%，表明上市公司营业外支出金额较高。

**表 16：历年上市公司营业外收入情况**

年份	营业外收入 总额 (万元)	同比增长 率 (%)	营业外收入 / 利润总额 (%)	同比增长 率 (%)	营业外收 入 / 净利 润 (%)	同比增长 率 (%)	营业外收 入 / 营业 利润 (%)	同比增长 率 (%)
1994年	89233.61		3.52		4.27		0.11	
1995年	119037.86	33.40	4.86	38.25	6.01	40.82	0.06	-48.80
1996年	247399.56	107.83	7.63	56.86	9.42	56.91	0.10	69.83
1997年	400243.68	61.78	7.23	-5.15	8.93	-5.20	0.09	-9.40
1998年	437040.54	9.19	7.26	0.41	9.52	6.55	0.09	5.40
1999年	644372.48	47.44	8.25	13.57	10.63	11.71	0.11	12.02
2000年	505829.54	-21.50	5.14	-37.69	6.73	-36.68	0.06	-41.66
2001年	520884.31	2.98	4.99	-2.89	7.23	7.40	0.05	-14.36

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

分行业情况来看，不同行业上市公司对补贴收入和营业外收入的依赖程度差异极大。补贴收入占营业利润比重最高的 6 个行业是社会服务业、批发和零售贸易、其他制造业、综合类、机械、设备、仪表、农、林、牧、渔业，它们获得的补贴收入占利润总额的比重分别为 22.65%、19.85%、17.60%、17.51%、11.70%和 11.68%。这一排名与各行业的特点是相符合的。

有三个行业上市公司在 2001 年获得了正的营业外收支净额，它们是电子、木材和家俱、食品和饮料，营业外收支净额占利润总额的比重分别为 23.08%、7.53%和 0.39%。其他的行业营业外收支净额均为负值，尤其是其他制造业和批发零售业，营业外收支净额占利润总额的比重达到-107.93%和-147.04%。显示这两个行业的上市公司存在过多的营业外支出。

**表 17：不同行业上市公司对补贴收入和营业外收入的依赖程度**

行业	公司家 数	补贴收入 / 营业利 润 (%)	补贴收入 / 利润总 额 (%)	营业外收支净额 / 利润总额 (%)
----	----------	---------------------	---------------------	-----------------------

A 农、林、牧、渔业	29	15.17	11.68	-4.82
B 采掘业	15	0.30	0.31	-3.63
C 制造业	656	3.55	3.46	-11.85
C0 食品、饮料	56	6.76	6.38	0.39
C1 纺织、服装、皮毛	58	9.89	8.91	-0.98
C2 木材、家具	2	0.69	0.59	7.53
C3 造纸、印刷	24	10.81	6.31	-5.16
C4 石油、化学、塑胶、塑料	131	1.50	1.62	-11.97
C5 电子	24	-22.09	-40.80	23.08
C6 金属、非金属	104	1.62	1.59	-7.70
C7 机械、设备、仪表	177	16.50	11.70	-54.07
C8 医药、生物制品	63	6.59	5.36	-8.68
C99 其他制造业	17	54.38	17.60	-107.93
D 电力、煤气及水的生产和供应业	45	2.21	2.35	-1.31
E 建筑业	18	6.23	4.53	-9.09
F 交通运输、仓储业	49	3.67	3.45	-0.54
G 信息技术业	67	14.30	7.25	-1.92
H 批发和零售贸易	98	10.76	19.85	-147.04
I 金融、保险业	8	0.04	0.03	-0.16
J 房地产业	35	7.05	5.70	-9.12
K 社会服务业	39	31.26	22.65	-6.05
L 传播与文化产业	11	4.00	0.91	-6.61
M 综合类	83	15.71	17.51	-38.11
全部上市公司	1153	4.41	4.16	-9.37

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

#### 4、利润的现金含量

仅仅对损益表中的利润构成进行分析并不能全面地反映企业的盈利质量。损益表中的利润是以权责发生制确认的，收益是以销售凭证的成立来确立的，一旦销售实现，则账面上收入增加，利润增加，而不管是否收到现金及何时能够回收，这样的会计制度使上市公司很容易调节或操纵利润，或者说给了上市公司管理层很大的盈余管理空间。现金流量表完全以现金收支为基础，消除了因会计估计和财务包装产生的获利能力和支付能力的差异，因而弥补了净利润指标的不足，是衡量企业经营业绩的重要指标，可以有效检验上市公司的盈利质量。要了解上市公司盈利的持久性和稳定性，必须分析上市公司利润的现金含量。我们从三个方面来对上市公司 2001 年年报现金流量数据进行分析。

##### (1) 2001 年现金流量的变化情况

从表 18 中，我们可以看到我国上市公司的现金流量变化的趋势。1998—2000 年期间上市公司每股现金流量分别为 0.05 元、0.17 元和 0.26 元，每股净利润的现金含量分别为 0.26 元、0.83 元和 1.30 元，呈现出快速改善的趋势。但 2001 年这两项指标分别下降为 0.08 元和 0.56 元，较 2000 年下降幅度分别高达 56.9% 和 69.2%。尽管如此，如果我们从经营现金流量指标来看的话，2001 年上市公司的盈利质量还是较好的。2001 年年报显示，上市公司每股经营现金含量由 2000 年的 0.31 元提高到 0.45 元，提高幅度为 45%，每股净利润的现金

含量也由 2000 年的 1.54 元大幅提高到 3.19 元，提高幅度高达 107%。由于经营现金流量更能反映上市公司核心业务的盈利能力，因此我们认为上市公司 2001 年盈利的现金含量有所改善。

**表 18：1998—2001 年上市公司盈利的现金含量**

年份	每股净利润的经营现金含量（元）	每股净利润的现金含量（元）	每股经营现金含量（元）	每股现金含量（元）
1998 年	0.93	0.26	0.18	0.05
1999 年	1.27	0.83	0.26	0.17
2000 年	1.54	1.30	0.31	0.26
2001 年	3.19	0.56	0.45	0.08

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

### （2）2001 年上市公司现金流量的构成

现金流量由经营活动中产生的现金流量、投资活动中产生的现金流量和筹资活动中产生的现金流量三项构成。从表 19 中我们可以看到，2001 年上市公司经营活动产生的现金流量占到上市公司现金流量总额的 568.15%，筹资活动中产生的现金流量占现金流量总额比重为 197.19%，而投资活动中产生的现金流量占现金流量总额的比重为-665.34%。这表明，就我国上市公司总体而言，维持公司运行、支撑上市公司发展所需要的大部分现金是在经营过程中产生的，这无疑是企业财务状况良好的一个标志。银行借款、发行债券、接受外部投资取得的现金对我国上市公司的运行和发展起到了辅助性或补充性的融资作用，但上市公司的投资活动导致了大量现金流出。

**表 19：历年现金流量净额的构成**

年份	经营活动产生的现金流量比重（%）	投资活动产生的现金流量比重（%）	筹资活动产生的现金流量比重（%）	合计（%）
1998 年	361.91	-662.41	400.50	100
1999 年	153.07	-188.01	134.93	100
2000 年	118.91	-154.78	135.87	100
2001 年	568.15	-665.34	197.19	100

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

### （3）上市公司的应计利润情况

在现行权责发生制会计模式下，企业净利润实际由经营现金流量和应计利润总额两部分构成，应计利润总额等于净利润和经营现金流量的差额。国外学者的研究发现，应计利润的变动能够提供上市公司盈余管理的信息，而公司盈利的持续性与盈利中应计利润和现金的构成有着密切的关系。

表 20 提供了我国上市公司历年应计利润金额及其增减情况。我国上市公司应计利润金额自 1998 年以来逐年下降，1999—2001 年三年期间均为负值，2001 年应计利润为-1575.5 亿元。这一方面确实能够说明我国上市公司利用应计利润虚增利润的行为自 1999 年以来显

著下降，另一方面这也反映出我国会计制度的改革对上市公司利润产生了很大的影响。

**表 20：历年应计利润金额及增减**

年份	应计利润（万元）	应计利润增减（万元）	应计利润/净利润(%)
1998年	317073		6.91
1999年	-1631222	-1948295	-26.92
2000年	-4080373	-2449151	-54.32
2001年	-15755237	-11674864	-218.74

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

## 5、小结

(1) 总体来看，上市公司 2001 年盈利主要来自于营业利润，营业利润占利润总额比重达到 94.28%，说明上市公司绝大部分的利润来源于主营业务，盈利的基础总体上是稳定的，现有业绩具有较强的可持续性；从盈利的构成来看，各行业存在较大差异，传统行业的盈利稳定性较好，新兴行业和夕阳行业的盈利稳定性较差；上市公司投资收益占利润总额的比重偏高，但增长势头已经放缓；上市公司的补贴收入逐年减少，目前处于一个相对稳定的水平上；上市公司盈利的现金含量较 2000 年减少，但经营活动中产生的现金流量显著增加，这表明就我国上市公司总体而论，维持公司运行、支撑上市公司发展所需要的大部分现金是在经营过程中产生的，上市公司盈利的质量较高；

(2) 2001 年是上市公司实行新的《企业会计制度》的第一年，多数上市公司根据新制度进行了相应的会计政策变更和调整，特别是将资产减值由过去的四项计提增至八项计提对 2001 年上市公司盈利产生了较大的影响。同时，一些上市公司财务造假受到严厉惩罚，也对上市公司财务包装和盈余管理产生了一定的遏制作用。这些都较大幅度地挤掉了上市公司盈利中的水分，是 2001 年上市公司业绩全面下滑的主要原因。但上市公司盈利水平不高的根本原因还是上市公司缺乏核心竞争能力，在宏观经济形势变化的环境下，容易受所处行业不景气和市场竞争的影响。

## 四、上市公司的成本控制

2001 年上市公司年报的一个显著特点是：上市公司的费用增长较快，大幅侵蚀了利润。2001 年上市公司主营业务收入增长了 47.38%，利润总额增长幅度却仅为 5.82%，二者的差额幅度为最近 7 年最大。上市公司利润总额与主营业务收入比为 6.71%，也为 1995-2001 年间最低，营业利润大幅下降的一个重要原因是三费（管理费用、营业费用和财务费用）增长过快，2001 年三费总和较 2000 年增长高达 58.12%（见表 21），为近 3 年来增幅最高。从三

费占主营业务收入和利润总额的比例来看，1994-2001 年基本上呈上升趋势，到 2001 年分别达 13.75%和 204.75%，为 1995 年以来最高，比 2000 年分别增长 7.3%和 49.4%。从各项费用与利润总额的比例来看，管理费用与利润总额的比例最高，达 103.64%，较 2000 年增幅也最大，达 54.3%，营业费用和财务费用与利润总额之比分别为 75.48%和 25.63%，较 2000 年的增幅分别为 49.9%和 31.4%。除了上市公司成本控制能力较低之外，管理费用增长过快的另一个主要原因是我国会计制度发生了变化。

**表 21：1995-2001 年销售收入增长幅度和利润总额增长幅度**

年份	主营业务收入增长 (%)	利润增长 (%)	三费增长 (%)	主营业务利润 / 主营业务收入 (%)	利润总额 / 主营业务收入 (%)
1995	30.74	-3.51	305.59	8.895	11.54
1996	47.45	32.5	46.16	7.246	10.37
1997	56.88	70.56	39.63	8.349	11.28
1998	23.48	8.745	84.23	19.57	9.93
1999	28.24	29.82	31.21	19.85	10.05
2000	35.45	25.98	33.80	19.7	9.35
2001	47.38	5.82	58.12	18.95	6.71

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

**表 22：1994-2001 年三费总额及其与主营收入和利润总额的比例**

年份	三费总和 (万元)	三费和 / 主营收入 (%)	三费和 / 利润总额 (%)
1994	503782.88	3.1	19.85
1995	2043285.9	9.63	83.44
1996	2986437.9	9.55	92.04
1997	4170089.9	8.5	75.35
1998	7682402.3	12.68	127.66
1999	10079941	12.97	129.02
2000	13487012	12.81	137.03
2001	21325596	13.75	204.75

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

**表 23：1994-2001 年三项费用与利润总额的比例**

年份	营业费用 / 利润总额 (%)	管理费用 / 利润总额 (%)	财务费用 / 利润总额 (%)
1994	1.04	13.91	4.9
1995	2.05	60.87	20.53
1996	2.12	64.4	25.52
1997	1.87	52.43	21.06
1998	39.67	63.9	24.09
1999	43.25	64.21	21.56
2000	50.37	67.15	19.5
2001	75.48	103.64	25.63

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

## 五、上市公司投资回报率 (Return on Investment)

从财务上看，衡量公司总体投资回报率的重要指标是总资产收益率。2001 年上市公司总资产收益率为 3.02%，为近 5 年来的最低值，比去年下降 1.49 个百分点。我国上市公司整体业绩具有较强的代表性，能够在较大程度上反映我国国民经济整体运行状况。表 24 对我国 GDP 的行业构成和股票市场的行业构成进行了排名对比，结果表明两者之间具有很强的匹配性。因此，对我国上市公司投资回报率的分析也可以作为我国实体经济投资回报水平的一个重要参考指标。

**表 24: 我国 GDP 行业构成与上海股票市场行业构成对比 (股市数据截至 2002 年 5 月 9 日)**

GDP 的各行业比重 <sup>*1</sup>		各行业上市公司					
行业分类	比重 (%)	上市公司行业分类	代码	上市股票数 <sup>*2</sup>	比重 (%)	市价总值 (亿元)	比重 (%)
机械、设备、仪表	10.66	机械、设备、仪表	C7	109	15.46	3151	10.74
批发和零售贸易	9.48	石油、化学、塑胶、塑料	C4	71	10.07	2297	7.83
金属、非金属	8.72	批发和零售贸易	H	65	9.22	1533	5.23
石油、化学、塑胶、塑料	8.35	金属、非金属	C6	61	8.65	2823	9.62
建筑业	7.50	综合类	M	46	6.52	1484	5.06
金融、保险业	6.65	医药、生物制品	C8	40	5.67	1333	4.54
交通运输、仓储业	6.12	纺织、服装、皮毛	C1	39	5.53	1076	3.67
食品、饮料	5.94	交通运输、仓储业	F	34	4.82	2036	6.94
纺织、服装、皮毛	5.89	信息技术业	G	34	4.82	1211	4.13
社会服务业	5.75	食品、饮料	C0	30	4.26	1026	3.50
电子	4.42	电力、煤气及水的生产和供应业	D	28	3.97	2143	7.30
电力、煤气及水的生产和供应业	3.37	社会服务业	K	25	3.55	1097	3.74
采掘业	3.16	房地产业	J	23	3.26	1044	3.56
国家机关、政党机关和社会团体国内生产总值	3.02	农、林、牧、渔业	A	19	2.70	567	1.93
传播与文化产业	2.88	电子	C5	18	2.55	854	2.91
房地产业	2.10	造纸、印刷	C3	16	2.27	356	1.21
信息技术业	1.92	其他制造业	C99	12	1.70	341	1.16
造纸、印刷	1.45	建筑业	E	12	1.70	486	1.66
医药、生物制品	1.14	传播与文化产业	L	9	1.28	286	0.98
木材、家具	0.77	采掘业	B	8	1.13	2821	9.62
其他制造业	0.42	金融、保险业	I	5	0.71	1353	4.61
农、林、牧、渔业	0.30	木材、家具	C2	1	0.14	20	0.07

资料来源：根据中经网数据和上海证券交易所信息中心提供数据处理。

注 1：GDP 行业构成根据 1999 年 GDP 产业构成数据和各工业产业产值折算。

注 2：上市股票数为上海证券交易所上市的全部 A 股和 B 股股票。

**表 25: 1997-2001 上市公司总资产回报率**

年份	总资产收益率 (%)
1997	6.85
1998	4.94
1999	5.05

2000	4.51
2001	3.02

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。

我们再根据 Fama 和 French (1997)<sup>4</sup>方法计算上市公司投资回报率，1998-2000 的投资回报率为 12%，2001 年则下降到 9%，降幅为 3 个百分点。根据 Fama 和 French (1997) 计算全体上市公司实体投资回报率的方法，将整个非金融类上市公司看作一个投资项目，上市公司投资回报率则是使公司期初值与公司期间净现金流及期末值的现值相等的折现率或内部回报率 (IRR On Cost)。1998-2000 年上市公司投资回报率用公式表达为：

$$IC_0 = \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{X_t - I_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{FS_t - FBC_t}{(1+r)^t} + \frac{TV2000}{(1+r)^T} \quad (1)$$

其中：

IC<sub>0</sub>: 期初样本公司总资产值；

X<sub>t</sub>: t-1 年样本公司在 t 年的税后、利息和折旧前的盈利；

I<sub>t</sub>: 公司总投资（净投资加则折旧）；

FS<sub>t</sub>: t 年离开样本的公司的期末市场价值；

FBC<sub>t</sub>: t 年进入样本公司的总资产值；

TV<sub>t</sub>: T 年末样本公司的市场价值（股本市值+债务）；

r: 上市公司投资回报率。

由于现金流入（现金盈利，X<sub>t</sub>，加上新发行证券筹资净额，NS<sub>t</sub>）等于现金流出（投资，I<sub>t</sub>，加上红利与利息支出，Div<sub>t</sub>+Int<sub>t</sub>），

$$X_t + NS_t = I_t + Div_t + Int_t \quad (2)$$

所以净现金流 X<sub>t</sub>-I<sub>t</sub> 等于支付给证券持有人的金额减去新筹资净额，

$$X_t - I_t = Div_t + Int_t - NS_t \quad (3)$$

将 (3) 式代入 (1) 式有：

$$IC_0 = \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{Div_t + Int_t - NS_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{FS_t - FBC_t}{(1+r)^t} + \frac{TV2000}{(1+r)^T} \quad (4)$$

公式中期末用总市场价值是因为投资回报率是未来投资价值的贴现，但我国有三分之二的股本不流通，市盈率偏高，市值不能准确反映公司价值，另一方面，本报告主要是衡量现存资产的回报率，因此期末值用总资产值 (TC<sub>t</sub>) 来代替。因此有公式：

<sup>4</sup> Fama, Eugene F and French, Kenneth R(1997), "The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment", working paper, University of Chicago.

$$IC_0 = \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{Div_t + Int_t - NS_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{T(2000)} \frac{FS_t - FBC_t}{(1+r)^t} + \frac{TC2000}{(1+r)^T} \quad (5)$$

根据 1998—2000 年沪深 A 股上市公司财务数据，有

$$8307.74 = -1231.75/(1+r) - 1565.08/(1+r)^2 + 15095.91/(1+r)^3$$

得到 1998—2000 年的投资回报率：

$$r_{1998-2000} = 12\%$$

我们再计算 2000—2001 年上市公司投资回报率有：

$$18428.11 = -290/(1+r) - 5442.01/(1+r) + 25885.13/(1+r)$$

得到 2000—2001 年的投资回报率：

$$r_{2000-2001} = 9\%$$

表 26：1997—2001 年上市公司部分财务数据（单位：亿元）

	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
Divt（红利）	-----	125.46	166.99	289.38	115.96
Intt（利息）	-----	135.77	153.62	174.69	216.96
NSt（发行证券筹资额）	-----	346.31	348.62	931.01	622.92
FBCt（新上市公司总资产 值）	----	1146.67	1537.07	2865.23	5442.01
TCt（期末总资产值）	8307.74	--	--	18428.11	25885.13

资料来源：根据 WIND 证券资讯系统数据处理。